

【金融论坛】

金融创新与发展我国虚拟经济

谢清河

【内容摘要】随着经济货币化程度不断加深和金融日益深化，以资本证券化和以金融衍生工具为标志的金融创新不断进步，进一步推动了虚拟经济的发展，目前其总体规模已经超过了实体经济。本文在论述金融创新和虚拟经济发展之间的互动关联关系的基础上，分析了我国虚拟经济发展中存在的主要问题，并对发展我国虚拟经济的对策与建议作了深入的探讨。

[Abstract] With the deepening of economic monetization and financial development, financial innovations in the area of capital securitization and derivative financial instruments make progresses continuously. This pushes forward the virtual economy. Currently, the scale of virtual economy is larger than real economy. Virtual economy developing is a necessary, and a favorable support for financial development. But virtual economy's excess development will not only turn down the positive effect, but also risk the stability of world economy. This article analyzes the relationship between virtual economy and real economy. Base on this, it analyzes the major issues, and provides suggestions in developing virtual economy in China.

【关键词】金融创新 (Financial innovation); 虚拟经济 (Virtual economy); 实体经济 (Real economy)

【中图分类号】F832.1 【文献标识码】A 【文章编号】1000 - 8306 (2004) 05 - 0036 - 04

作者简介：谢清河，男，厦门大学金融系，厦门 361005

虚拟经济是指在经济全球化、信息化条件下，以金融系统为主要依托的与金融衍生工具循环运动有关的经济活动。是通过金融创新使资本脱离实体经济而在定价与运行机制方面较实体经济有很大区别的，并具有一定独立性的一种新生经济力量。所谓金融创新是指金融领域内部通过各种要素的重新组合和创造性变革创造或引发新事物。随着经济货币化程度不断加深和金融日益深化，以资本证券化和以金融衍生工具为标志的金融创新不断进步，进一步推动了虚拟经济的发展，目前其总体规模已经超过了实体经济。但虚拟经济的发展在给世界经济带来活力的同时，又由于其虚拟性和高风险性，致使世界金融业发展出现了极大的不确定性。因此，及时加强以金融创新为标志的虚拟经济研究，对于探索发展我国虚拟经济，加快经济体制改革，不仅具有重要理论意义，而且具有战略决策上的指导性意义。

一、金融创新和虚拟经济发展之间的互动关联关系

(一) 信用创新是虚拟经济发展的基础性条件

虚拟经济的发展是以信用制度发展为基础。早期商品经济阶段，货币作为固定地充当一般等价物的特殊商品，国际储备货币美元与黄金脱钩及布雷顿森林体系崩溃以后，货币的信用化取代了自身具有价值的金属货币，货币这种传统上真实具体的财富变成了一种没有基本价值的抽象符号（纸币或票据）和新兴债务。一方面中央银行通过公开市场业务，改变银行存款准备金率和调节再贴现率来增加或减少流入经济体系的货币；另一方面银行信用可以创造货币，商业银行利用存款扩张机制来创造货币。此外，商业银行和其他金融机构还可通过创造“近似货币”（如信用卡）来增加经济体系中的货币。因此，信用创新使虚拟资本的扩张突破了自然的和技术的障碍，并在经济生活中还

【收稿日期】2004 - 06 - 15

【责任编辑】单丽莎

逐步脱离实体经济形成独立形态和运行方式，构成了现代金融市场中“虚拟经济”的初始条件。

(二) 金融自由化、电子化为虚拟经济迅速扩张提供了可能性

1. 随着信息工程、数学方法和计算机技术在经营管理中的广泛应用，促使金融机构的经营管理从传统的经验型向现代的科学型转化，ATM 机、银行电子支票体系、商业银行 NOW 账户和欧洲美元市场等创新层出不穷，极大地增加了货币或资本流动速度的增长潜力。

2. 各类投资者在保持效率的同时分散或转移风险，进行多元化资产组合，出现了种类繁多的金融衍生品。从股权、债权类金融产品到期货、期权等衍生类金融产品，金融工具创新不断出现，且多种融资方式相互渗透，相互作用。其中最主要的就是银行或直接参与证券投资，或为证券机构提供融资便利，导致银行资金大量流入证券市场，有利于活跃交易市场。这些工具虚拟性不断增加，流动性强且规模巨大（如表 1 所示）。

表 1 衍生金融工具统计表 单位：10 亿美元

日期 项目	1998.6	1998.12	1999.6	1999.12	2000.6	2000.12	2001.6	2001.12	年增长率
总量	42,368	50,015	54,072	60,091	64,125	64,668	67,465	77,513	116.3 %
互换	29,363	36,262	38,372	43,936	47,993	48,768	51,407	58,897	119 %
期权	7,858	7,997	8,562	9,380	9,361	9,476	9,521	10,879	108.5 %
远期	5,147	5,756	7,137	6,775	6,771	6,423	6,537	7,737	110.7 %

资料来源：BIS, amount outstanding of OTC interest rate derivatives by instrument and counterpart.

(三) 金融衍生产品的杠杆效应，促使投机交易额的巨大虚拟膨胀

金融衍生产品的高杠杆性改革了投机交易的形式，将交易动机和投资动机结合在一起，形成了衍生品市场的交易多倍创造机制或叫资金杠杆。由于杠杆的作用，“以小博大”的游戏规则，造成投机交易额的巨大虚拟膨胀，从而使其产生的虚拟经济规模远远超过了真实经济规模（如表 2 所示）。又以加拿大帝国银行（CIBC）为例，1997 年底它持有面额为 18869 亿加元的衍生产品合约，相当于其资产 2380 亿加元的 7.9 倍。其中出于资产负债套期保值目的的仅占 4%，出于交易动机的占 96%。

跨国金融交易量、国际贸易

表 2 和直接投资占 GDP 的比量 单位：10 亿美元

年份 项目	1995	1996	1997	1998	1999	2000
跨国金融交易量	307,663.54	340,714.39	378,755.50	388,088.90	335,885.45	265,796.84
国际贸易和直接投资	10,997.00	11,519.00	12,094.00	12,276.00	13,057	12,823.00

GDP 总量	29,023.40	29,816.50	29,697.80	29,491.70	30,628.7	32,109.70
/ ×100 %	1,060.05	1,142.70	1,275.37	1,315.93	1,096.64	827.78
/ ×100 %	37.89	38.63	40.72	41.62	42.63	39.93

资料来源：转引自刘晓欣：《当代经济全球化的本质——虚拟经济全球化》，《南开经济研究》2002 年第 5 期。

(四) 信用的积极效应，有助于提高社会资本的配置效率

1. 有助于提高整个经济的运行效率，加快经济发展。一方面股票、债券等证券市场的发展，拓宽了企业的融资渠道，为企业的规模扩张提供了重要的资金支持，促使更多的消费基金和闲散资金转化为大额的生产经营资金；并且，金融市场的基本功能通过市场发行并交易虚拟资本，调节资金流向。在资本逐利性的作用下虚拟经济的发展会使社会资本从效益低的企业、产业、地区流向新兴产业、高成长性产业和资金效益高的区域，实现资本在不同实体经济部门之间的优化配置，从而引起产业结构的调整、优化和升级，促进实体经济的优良企业快速发展。另一方面，虚拟经济的增长本身不仅促进了 GDP 的增长，还可带动一系列服务行业的发展，提供大量的就业机会，从而使全社会的经济效益水平不断提高，也带动了劳动力、技术以及自然资源在实体经济部门之间的优化配置，使有限的经济资源流向最具有发展潜力的实体经济部门，提高整个经济资源的利用效率。

2. 创新重塑了金融运作机制，节约流通费用，提高结算效率。借助电子信息技术提高支付清算能力和速度，从而提高资金周转速度和使用效率，节约大量流通费用。创新不仅革新了传统的业务活动和经营管理方式，而且改变了金融总量与结构，从而可引起资金流量和资产存量急速增长，提高金融机构经营活动的规模报酬，降低平均成本，提高金融机构的运作效率，从根本上增强金融产业的持续发展能力。

3. 有助于提高经济主体即企业的经营效率，促使经济效益的提高。一方面在金融自由化蓬勃发展的背景下，虚拟经济的发展可带来资本的跨国流动，以及较大规模的跨国证券投资。这种虚拟经济活动的国际化可以促进资本在世界范围内的优化配置，使资本的使用效率进一步提高，既能支持和促进经济效益高的企业加快发展，又能对经济效益低的企业形成强大压力，促使其切实采取有效措施，完善其内部治理结构，提高自身素质，改善经营管理，同时，企业可以通过虚拟经济体系迅速有效的信息揭示和相应金融创新，及时处理信息不对称所产生的激励问题，降低交易成本，增大经济效益。另一方面发展虚拟经济可以通过财富效应刺激消费需求和投资需求，推动实体经济增长。

(五) 虚拟经济过度发展，影响金融业的稳定发展形成风险

随着虚拟化的加深，社会收入不断增加，经济的发展

又反过来刺激金融业再发展,对创新的进一步发展提出了更高的要求;会进一步推动经济增长,金融体系 and 经济发展实现了良性循环。因此,虚拟经济的发展既是金融发展的客观要求,又为金融发展和深化提供了有利的内在支持。但虚拟经济的发展必须与实体经济发展相适应,如果控制不好,会产生巨大的不良影响,虚拟经济超速发展,不但减弱了其正效应,还会对世界经济的稳定发展形成风险。

1. 虚拟经济的过度发展会挤占实体经济的资金供给,导致真实经济的衰退或结构性失衡。如果虚拟经济发展缺乏有效监控,新兴市场开放过快,通过汇率、利率和资产价格等环节影响,使得人们的预期收益率的增幅大于预期风险增长,资产价格普遍大幅度偏离或完全脱离由真实经济因素决定的资产价格时,大量资金从实体经济领域流向金融市场和房地产市场,容易造成实体经济部门资金不足,发展乏力,形成生产性投资的挤出效应。

2. 虚拟经济过度发展会影响和动摇社会信用基础,使金融业的不确定性和风险性加大,影响金融稳定。在新兴市场经济国家中,资本为了追逐利润而迅速集中于证券市场中。受金融深化理论的影响,在“博傻”心理支配下,金融资产价格越高越买,越买价格越高,导致金融市场脱离真实经济而超常规膨胀,会导致泡沫经济。泡沫一旦破裂,引起金融资产价格暴跌,本币贬值,通过紧缩性的财富效应和收入效应引起消费、投资等真实经济活动的收缩。最终引起更多的破产和收缩。从事金融衍生品交易的金融机构一旦破产将有可能引起金融市场的波动,市场波动再反作用于机构,这种恶性循环最终将导致全球的金融危机。

二、我国虚拟经济发展中存在的主要问题

(一) 金融体制改革相对滞后,金融市场欠发达

(1) 由于金融垄断的格局始终没有打破,限制了金融业的适度竞争,导致金融机构创新动力不足,金融产品结构相对简单,许多国际流行的金融创新工具,国内金融机构尚未引进,从而导致衍生工具市场发展滞后。(2) 由于金融市场欠发达,货币化其实仅是被动地适应着经济市场化,较高的货币化比率揭示了一种金融资源流动过程中的粗放经营。高货币化实际上表示了我国整个金融体系的低效率;意味着储蓄——投资转化过程的渠道不畅,乘数没有达到应有的放大效果。实际上,开放以来,我国的货币供应量增长速度一直超过了 GDP 增长速度,这意味着中国的 GDP 增长有相当部分是由货币供应增长量增长推动的。

(二) 市场内部存在业务发展失衡,服务层次结构不合理

受债券市场和股票市场规模较小,且存在诸多制度性准入限制的约束,国内金融市场提供的融资工具过少,致使企业不得不依靠传统的贷款渠道。银行贷款仍是企业外源融资的主渠道,我国企业融资结构存在外源融资,特别是贷款融资比重过高和证券融资比重过低的问题。目前,

我国各种金融机构和金融工具主要服务于国有企业或大中型企业,缺乏面向中小企业和民营企业的金融机构和金融市场组织。金融市场不健全形成的金融抑制不仅制约了民营企业和中小企业的发展,也降低了整个社会的资源配置效率,损害了经济增长。此外,国内金融工具品种少、居民投资渠道单一,我国居民其他金融资产比例过低。

(三) 整体素质较低,制约了金融衍生市场和虚拟经济的发展速度和规模

中国金融业虽然紧跟国际金融业的发展方向,在电子金融领域不断与国际接轨,但是由于整体装备水平较差,员工整体素质与国外同业相比较低,从而在很大程度上制约了我国金融衍生市场和虚拟经济的发展速度和规模。

三、对策与建议

(一) 正确认识和处理实体经济与虚拟经济的关系,合理运用金融资源

实体经济始终是人类社会生存和发展的基础。实体经济的健康发展是发展虚拟经济、防范金融风险的坚实基础。因此,一方面要大力发展实体经济,不断进行实体经济结构优化升级;发展和完善金融创新体系,加快科技成果转化,实现增长方式向内涵式转变;另一方面要继续适度发展虚拟经济,从宏观上驾驭它,趋利避害,不断优化虚拟经济的内部结构,合理运用金融资源,提高虚拟经济对实体经济的贡献度。同时,要把握好虚拟经济发展的“度”,加强对虚拟经济运行的监督与管理,控制其与实体经济的偏离度,使虚拟经济形成的资产、交易量与实体经济的对应从发散变为收敛,促进与实体经济运行的良性互动,稳步发展,防止其过度膨胀而产生消极破坏作用。

(二) 不断规范和发展资本市场,促进虚拟经济健康发展

资本市场是虚拟经济的主要活动场所。金融衍生市场的发展实际是虚拟经济深化的过程。这一过程既需要经济制度的支撑又需要金融市场的完善。从经济制度方面看,我国市场化进程的不断深入和宏观调控体系的逐步健全,都为衍生市场的建立和健康发展提供了制度保证。

1. 要把发展基础性市场和金融衍生市场统筹考虑,把衍生市场作为市场化改革的目标,深化金融改革,完善基础金融市场,促进我国虚拟经济健康发展。从我国实践来看,目前促进虚拟经济发展,加速金融深化首先要完善基础金融市场,只有基础市场的金融产品品种丰富和交易规模适度了,才能满足衍生市场的需要。此外,要积极拓展和加强已建立的同业拆借、票据、外汇、股票债券等市场规范化建设。

2. 我国金融衍生市场的规范健康发展还有赖于市场理性投资者的培育与参与,需要建立富有效率的金融机构和金融市场。应当不断扩大资本市场规模,鼓励金融创新,扩大居民投资渠道和企业获得资本性资金的渠道,扩大机

构投资者比例, 加快资本市场发展。同时, 要提高上市公司质量, 加强信息披露和提高市场透明度, 规范证券交易, 打击恶意炒作, 在发展中不断规范资本市场。

(三) 不断进行金融创新, 促进虚拟经济效率的提高

加速金融创新是虚拟经济推动金融深化发展的核心。加快金融业的制度创新, 要不断调整金融企业组织结构、权责划分、运行机制和管理规范; 注意调动微观金融主体(金融机构)的参与, 在技术创新上, 强调金融创新质量的提高, 充分意识技术创新的高风险性, 充分运用金融数学和金融工程这类强有力的手段和工具, 提高金融创新的科技含量, 要加大技术创新的投入, 使技术创新具有超前性或先进性; 在产品创新上, 必须遵循市场需求原则、技术优势原则、经济效益原则、快速开发原则和良性循环原则, 使产品创新开发工作更有把握; 在市场创新上, 要面向市场选择性创新, 大力发展金融中介和经纪人市场, 努力建设网络银行系统和电子银行业务, 积极开展电子金融服务将成为我国金融创新的重要组成部分。在观念创新上, 要树立知识价值观念、人力资本观念、全球竞争观念、可持续发展观念、文化与形象观念; 要加快金融创新, 掌握金融工程技术, 培育自己的金融工程人才, 尽快普及金融衍生产品知识和交易常识, 促进商业银行和国有企业改革, 健全机构参与者的自我约束机制和风险机制就成为奠定衍生市场理性参与者的重要基础。

(四) 培育金融衍生工具市场, 稳步推进金融衍生市场的国际化

衍生市场是吸引国际资金、防范金融市场空心化的重要保证。

1. 随着金融全球化的深入和我国对外依存度的提高, 国内企业也需要大量金融衍生产品用于保值和规避风险, 要充分运用金融工程技术, 尽快开发金融衍生工具, 参与衍生品交易, 走综合化发展, 增强我国金融市场竞争力的需要。

2. 加快离岸金融市场和国际金融中心的建立和规划, 重点发展合乎社会需要的衍生产品, 完善交易规则和监管体系, 培育衍生市场的交易主体, 开辟衍生市场为资本流动和避险增值提供场所和机制, 并拓宽国际资本融资渠道。应当放开对企业和金融机构参与国际衍生市场的限制, 同时允许外国资本在规定条件下推出如 QF 制度等重要举措参与中国衍生市场, 适应中国经济国际化的客观要求, 稳步推进中国金融衍生市场的国际化。

(五) 加强与国际组织的协调和合作, 防范和化解金融风险

随着金融自由化的发展, 金融扩张超过了经济贸易增长的速度。金融业具有高负债性、高风险性以及高脆弱性的特点, 加入 WTO 后, 金融的开放必须以强大稳健的银行体系为基础, 以强有力的监管为保证。

1. 要积极建立我国社会信用体系, 以市场化的方式培育出完善的资信评估体系, 加强行业协会等民间自律机构的建设和管理; 同时, 通过立法积极建立失信约束和惩罚机制并监督信用行业的规范发展。

2. 要正确对待证券市场在国有经济改革和调整中的作用。进一步培育机构投资者, 充分发挥证券市场的价格发现和优化资本配置功能; 要认真研究银行业、保险业与证券业分业状况下的监管合作问题及“三业”的发展趋势问题。

3. 加强与国际组织的协调和合作。金融市场是一个国际化的市场, 金融网络化、电子化、国际资本流动的自由化必将进一步促进金融交易, 使金融交易市场体现更强的多变性和管理的复杂性。世界各国经济关系越来越密切, 相互影响也越来越深入, 一国经济金融出现问题, 必然直接或间接地影响波及他国, 这就决定了对金融的监管必然需要国际上的共同努力。我国金融监管部门应该和国际证券委员会(IOSCO)等国际组织密切协调和合作, 以规范市场秩序, 促进我国金融市场的完善和规范。

主要参考文献:

- [1] 成思危. 虚拟经济与金融危机 [J]. 经济界, 1999 (3).
- [2] 张亦春. 张亦春选集——经济金融论文 [C]. 北京: 中国金融出版社, 2003.
- [3] 何德旭. 中国金融创新与发展研究 [M]. 北京: 经济科学出版社, 2001.
- [4] 郑振龙. 金融前沿理论 [C]. 北京: 中国财政经济出版社, 2004.
- [5] 谢清河. 我国金融衍生产品会计问题研究 [J]. 财会研究, 2004 (5).
- [6] International Monetary Fund, World Capital Outlook and International Capital Markets (Interim Assessment), Dec 1998.
- [7] <http://www.fjbv.com> <http://www.bea.gov>
<http://www.worldbank.com>